

Los mercados de deuda emergente en 2004

Subdirección General de Análisis
Financiero y Estratégico

Introducción

A lo largo de 2004, los mercados de deuda emergente han mantenido en niveles reducidos los diferenciales (1) de su rentabilidad en relación con los de la deuda estadounidense, estando éstos fuertemente influidos por las expectativas sobre tipos en Estados Unidos. Los elevados volúmenes de emisión y negociación han puesto de manifiesto el buen momento de la deuda emergente, que se inició en el último trimestre de 2002.

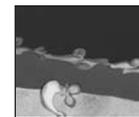
La deuda emergente está en auge desde finales de 2002 gracias a los reducidos tipos de interés de los países desarrollados, a la abundante liquidez existente y al buen comportamiento de la economía mundial y, en concreto, de los países emergentes. Este positivo panorama se ha mantenido durante 2004, como se recoge en este artículo, con volúmenes elevados de emisiones y negociación y con reducidos costes de financiación. Sin embargo, esta situación podría estar cercana a su fin como consecuencia de los aumentos de los tipos de interés oficiales

en Estados Unidos y de las perspectivas de desaceleración de la economía mundial en 2005.

Antecedentes

La victoria electoral de Da Silva en Brasil en octubre de 2002 supuso el inicio de un cambio de tendencia en la deuda emergente que se ha mantenido hasta hoy. La reducción de sus diferenciales, que se inició en el último trimestre de 2002, como se observa en el Gráfico 1, supuso la finalización de la incertidumbre que castigó al mercado de deuda emergente durante los meses centrales de dicho año, fruto de la desaceleración económica mundial, del mal comportamiento de las bolsas de los países desarrollados y de los temores sobre el desenlace electoral en Brasil.

La confirmación de que el gobierno de Da Silva no iba a suspender pagos, que aplicaba una política ortodoxa y que continuaba las reformas emprendidas por gobiernos anteriores sirvió de detonante para que la deuda emergente aprovechara las favorables condiciones económicas imperantes. Entre éstas, destacaba la abundante liquidez de los mercados mundiales, consecuencia de los bajos tipos de interés en los países desarrollados y de la debilidad de las bolsas. A esta liquidez se fueron a unir las expectativas de recuperación de la economía mundial, que se consolidaron en 2003, la solvencia

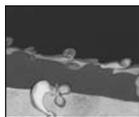


EN PORTADA

(1) *Diferencial*: Indicador del riesgo relativo de una emisión o de un conjunto de emisiones, calculado como la diferencia entre la rentabilidad de la emisión o conjunto de emisiones valorados y la rentabilidad de la emisión o cesta de emisiones de referencia. Se mide en puntos básicos. En el caso de la deuda emergente es habitual la comparación entre una cesta de emisiones, como por ejemplo el EMBI+, y la deuda estadounidense. A veces se denomina con su equivalente en inglés, *spread*.



de las políticas económicas de numerosos países emergentes, que han acabado por dar sus frutos, y la subida de los precios de las materias primas.



EN PORTADA

Mercado secundario

Evolución de los diferenciales de la deuda emergente

En 2003 el diferencial del índice EMBI+ (2) había experimentado una fuerte y continuada reducción. El ejercicio se había iniciado con un nivel de 765 puntos básicos y terminó con un mínimo de 418 puntos básicos (estrechamiento de 347 puntos básicos).

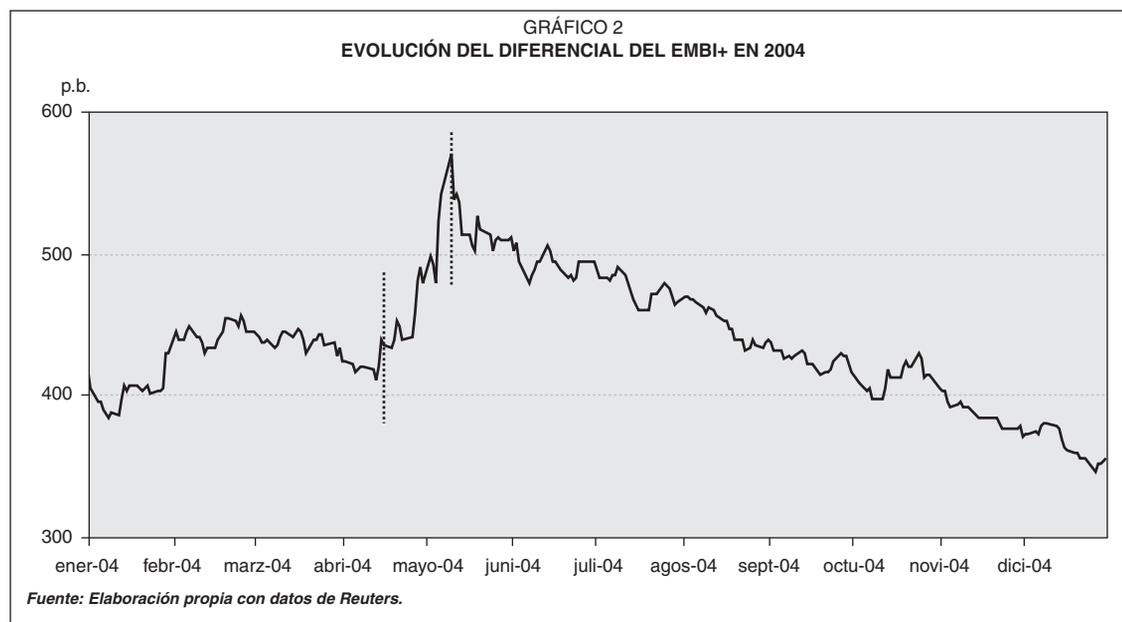
El recorte de este diferencial fue mucho menor en 2004, de 62 puntos básicos, cerrando el ejercicio a 356 puntos básicos, si bien ha supuesto su consolidación en ni-

veles previos a la crisis financiera de 1997.

Una segunda característica del diferencial ha sido su comportamiento heterogéneo a lo largo del año, en función de la evolución de las expectativas sobre las rentabilidades de la deuda estadounidense. En una primera fase, hasta mediados de abril, primó la lateralidad. Durante el mes siguiente se produjo un brusco incremento del diferencial, que dio paso hasta finales de año a la siguiente, y última fase, en la que su suave descenso ha sido la nota dominante.

El inicio del año estuvo marcado por la prudencia de los inversores, que se tomaron un respiro después del buen comportamiento de la deuda emergente en 2003. Esta cautela no impidió la fácil absorción del elevado volumen emitido, pero frenó los recortes de los diferenciales. A finales de enero, un comunicado de la Reserva Federal estadounidense provocó el adelanto de las expectativas del inicio del endurecimiento de la política monetaria, reduciendo el atractivo de la deuda emergente, con el consiguiente aumento de su diferencial. Sin embargo, los decepcionantes indicadores macroeconómicos estadounidenses y el mantenimiento de tipos

(2) EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index*): Índice elaborado por J.P. Morgan que refleja la evolución de la deuda emergente. Está formado por una cesta de deuda externa de emisores, soberanos o privados, de países emergentes. El diferencial de su rentabilidad en relación con la deuda estadounidense se emplea como indicador del riesgo país.



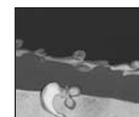
por la Fed el 16 de marzo estrecharon el diferencial del EMBI+ tras unas semanas de indefinición. El 13 de abril, momento en el que esta primera fase se puede dar por terminada, el diferencial del EMBI+ se situaba en 411 puntos básicos, sólo 7 por debajo del inicio del ejercicio.

La fuerte revisión al alza de las expectativas sobre los tipos estadounidenses fue determinante en la segunda fase. Por un lado, se publicaron diversos indicadores que apuntaban a la mejoría de la economía del país (empleo, ventas minoristas...); por otra, Greenspan señaló la desaparición de la amenaza deflacionista. El incremento de rentabilidad de la deuda estadounidense socavó el atractivo de la deuda emergente. Además, perjudicó la posición de numerosos inversores, que habían estado financiando a crédito sus compras de deuda emergente, aprovechando los reducidos tipos estadounidenses, lo que les llevó a deshacer posiciones. En apenas un mes, del 13 de abril al 10 de mayo, el diferencial del EMBI+ aumentó 158 puntos básicos.

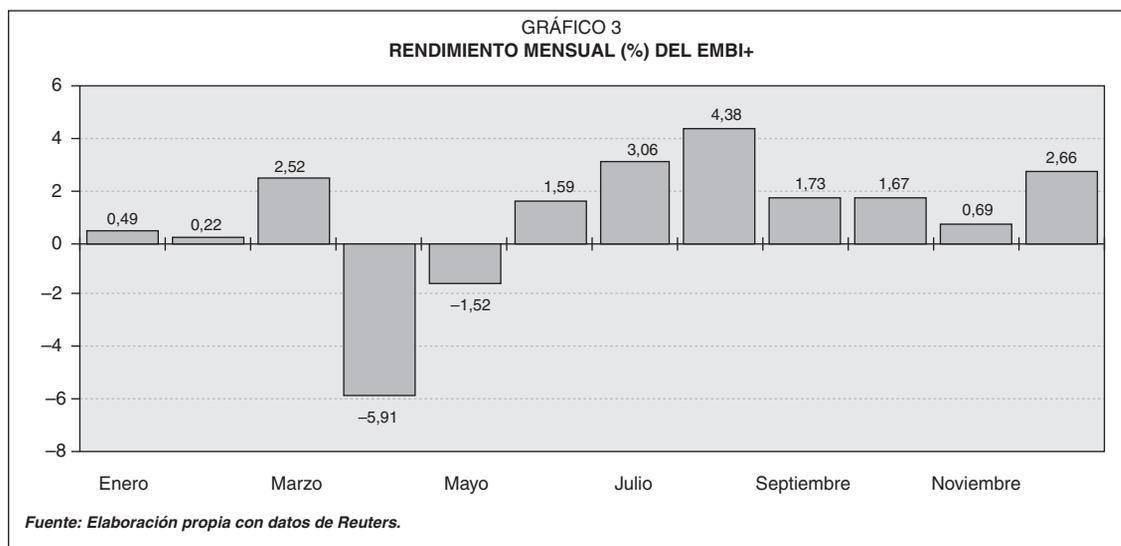
La tercera fase, que se extendió hasta finales de año, se inició con un comuni-

cado del Comité de Mercado Abierto de la Fed en el que se adelantó que «la política acomodaticia puede ser eliminada a un ritmo que posiblemente será moderado», reduciendo de nuevo las expectativas alcistas de tipos, situación que favoreció a la deuda emergente. Este cambio en las expectativas propició que los inversores se fijaran de nuevo en los sólidos fundamentos económicos de buen número de países emergentes y consideraran que la reacción de las semanas anteriores había sido excesiva. Desde el 10 de mayo hasta el 31 de diciembre el diferencial del EMBI se redujo 213 puntos básicos, en una senda claramente descendente.

Esta tendencia descendente se ha mantenido en el inicio de 2005, tras un momentáneo aumento de los diferenciales en los primeros días de enero, motivado por una revisión al alza de las expectativas de subidas de tipos en Estados Unidos. Estas expectativas alcistas han vuelto con fuerza a primeros de marzo, perjudicando notablemente a la deuda emergente, que también se ha visto contagiada por las negativas previ-



EN PORTADA



siones sobre la deuda corporativa (posibilidad de que los bonos de *General Motors* y *Ford* acaben en la categoría especulativa (3)).

En relación con otros episodios de cambio de tendencia, la deuda emergente cuenta con una base más sólida en esta ocasión, ya que juega a su favor la situación económica de los países emisores, con cuentas públicas y balances empresariales más saneados, inflación reducida, entidades financieras más solventes y políticas económicas más ortodoxas.

Además, se ha producido una ampliación de la base inversora de la deuda emergente, con una mayor presencia de fondos de pensiones y aseguradoras, que confieren una mayor estabilidad al mercado. Estas entidades absorbieron, por ejemplo, el 25 por 100 de las emisiones soberanas de 2004.

En cuanto al rendimiento mensual del

EMBI+ (4) ha respondido en 2004 a las pautas anteriores, con valores positivos, reducidos en enero y febrero y mayores en marzo, y pérdidas en abril y mayo, y nuevamente rendimientos positivos desde junio hasta diciembre.

Volumen negociado

Según datos de la EMTA (5), la negociación de deuda emergente en 2004 ascendió a 4.645.000 millones de dólares, un 16,9 por 100 más que los 3.975.000 millones de 2003.

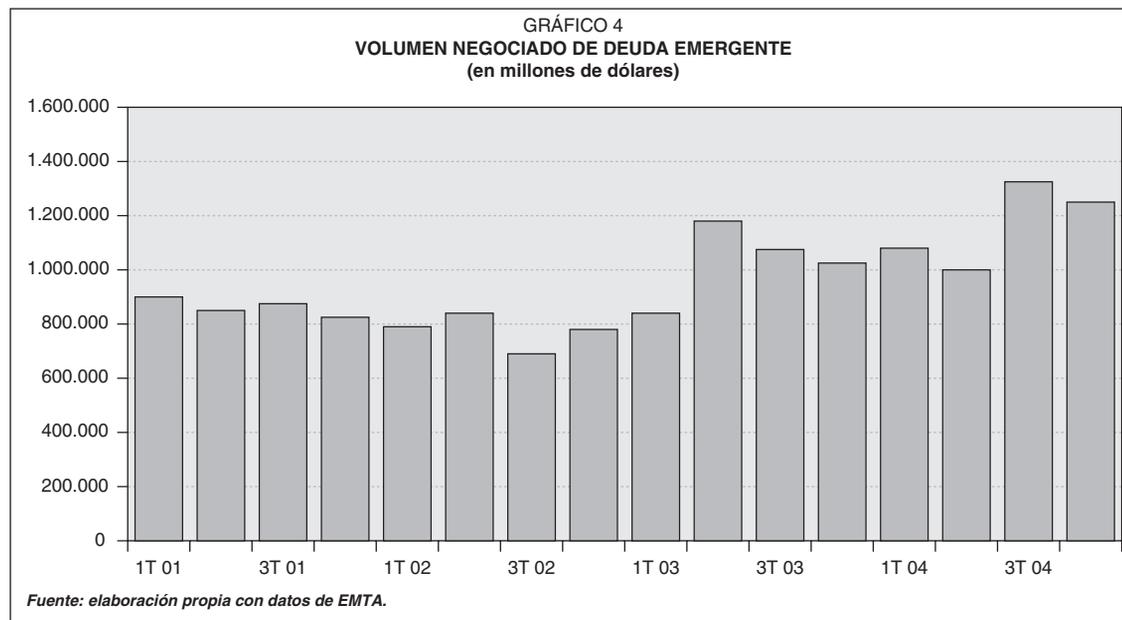
El fuerte incremento en la negociación en 2004 reflejó el creciente atractivo de la deuda emergente para los inversores internacionales, apoyado en los reducidos tipos de interés de las economías desarrolladas, los buenos datos económicos de los países emergentes, la

(3) Las calificaciones de las emisiones de deuda se agrupan en grado de inversión y grado especulativo. En el primer grupo se encuentran los emisores, y las emisiones, de los que se prevé una elevada capacidad para hacer frente a sus obligaciones, incluso ante la presencia de shocks internos o externos. En el grado especulativo, sin embargo, existe una probabilidad significativa de que no se pueda hacer frente a las obligaciones de pago, en especial si se producen cambios económicos adversos.

(4) Rendimiento calculado como la diferencia a lo largo del mes del valor de la cesta que forma el EMBI+.

(5) *Emerging Markets Traders Association* (EMTA) es una asociación fundada en 1990 que agrupa a unas 100 entidades financieras y que publica desde 1992 encuestas trimestrales sobre volumen de negociación en el mercado secundario de deuda emergente. Estas encuestas son contestadas por más de 70 entidades que negocian productos emitidos por más de 90 países





mejoría de las calificaciones crediticias de los emisores (el 50 por 100 de las emisiones de los países emergentes cuentan ya con grado de inversión) y la escalada del precio del petróleo, que favoreció a los países exportadores de esta materia prima.

Por trimestres, la negociación en 2004 superó a la de los períodos equivalentes de 2003 en porcentajes entre el 24 por 100 y el 30 por 100, con excepción del segundo trimestre. En este período se produjo un descenso interanual del 8,2 por 100, consecuencia del descenso del precio de los activos (aumento de los diferenciales comentado anteriormente). En términos intertrimestrales, mientras que la negociación en el primer trimestre se incrementó un 3 por 100, el segundo sufrió una caída del 4,6 por 100, afectado por el recorte de precios mencionado. El tercer trimestre experimentó un espectacular incremento del 34,6 por 100, gracias a la corrección a la baja de las expectativas alcistas de tipos en Estados Unidos, los incrementos del precio del petróleo y varias revisiones al alza de calificaciones crediticias. En el cuarto tri-

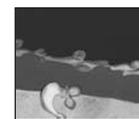
mestre la variación intertrimestral fue negativa (-6,1 por 100), lo que implicaría una cierta normalización tras el excelente resultado del trimestre anterior.

Por la nacionalidad del emisor, la deuda de Brasil ocupó la primera posición en volumen negociado, desplazando a México gracias a sus buenos resultados económicos y a las reformas estructurales realizadas en los últimos años. En 2004 se negoció deuda brasileña por 1.382.000 millones de dólares, un 52 por 100 más que en 2003 y un 30 por 100 del total.

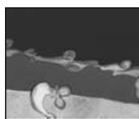
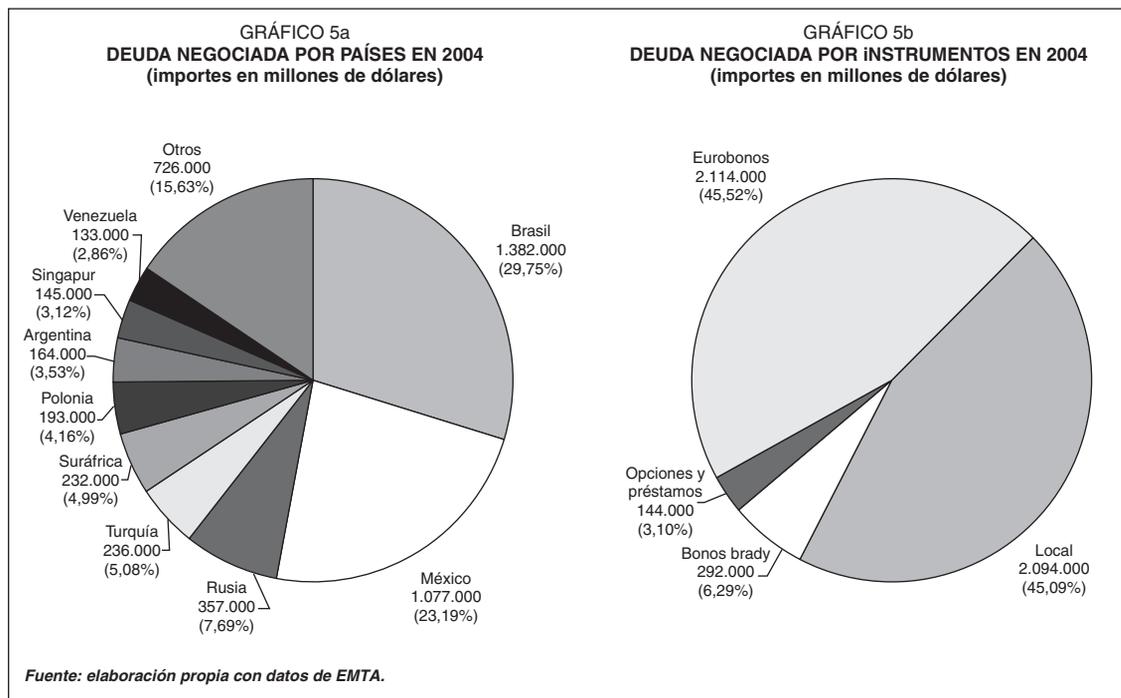
La segunda posición corresponde a México, con 1.077.000 millones de dólares, un 23 por 100 del total y un 17 por 100 menos que en el ejercicio anterior.

A distancia se situó la deuda de Rusia, seguida de la de Turquía, Suráfrica, Polonia, Argentina, Singapur y Venezuela.

Por instrumentos, los volúmenes negociados de eurobonos y de instrumentos locales fueron muy similares. Los instrumentos locales, que habían perdido peso frente a los eurobonos durante el primer semestre, recuperaron posiciones durante el segundo semestre. No obstante, su incremento interanual del 14 por 100



EN PORTADA



EN PORTADA

quedó lejos del 42 por 100 experimentado por los eurobonos.

Los *bonos brady* (6) siguieron perdiendo peso, sobre todo en el último trimestre del año. El volumen de su negociación descendió un 36 por 100 en 2004. Las opciones y los préstamos mantuvieron un claro valor residual, pero en este caso creciente (46 por 100).

Mercado primario

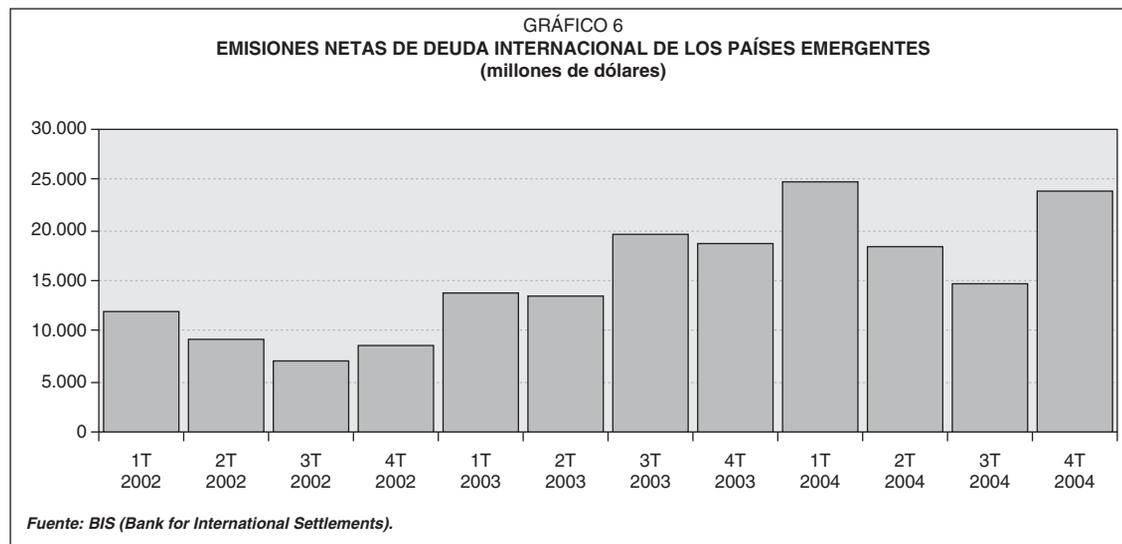
Una de las características de la deuda emergente en 2004 ha sido el elevado volumen de emisiones, que en términos netos ascendió a 81.800 millones de dólares, un 25 por 100 más que en 2003. Este importe se colocó claramente por encima de la media del quinquenio ante-

(6) *Bonos brady*: Bonos que comenzaron a emitirse a finales de los 80 como medio de reestructurar la deuda de los países en desarrollo, básicamente créditos con bancos extranjeros. Deben su nombre al entonces Secretario del Tesoro estadounidense, Nicholas Brady, impulsor del canje de estos créditos por los nuevos bonos.

rior (46.000 millones de dólares) y sólo por debajo del récord histórico de 1997 (94.000 millones de dólares). El tercer trimestre ha sido el único en el que las emisiones netas han sido inferiores al trimestre equivalente de 2003 (-25 por 100), pero en contrapartida el resto de los trimestres los incrementos fueron superiores al 25 por 100, destacando especialmente el 80 por 100 del primer trimestre.

El buen momento de la deuda emergente favoreció la vuelta al mercado de emisores soberanos largamente ausentes, como Pakistán o Indonesia, la colocación de plazos inusualmente largos (20 y 30 años), la cobertura anticipada de las necesidades de financiación de 2004 y la prefinanciación de porcentajes importantes de las correspondientes a 2005 y el empleo de monedas poco frecuentes (Polonia fue el primer soberano emergente en emitir en francos suizos en los últimos cinco años).

Por tipo de emisor, destacó la actividad de las entidades financieras, con 41.600



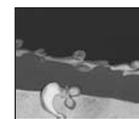
millones de dólares, seguida de cerca por los emisores soberanos, con 35.600 millones de dólares. A distancia se situaron las empresas no financieras, con 4.800 millones de dólares.

Por áreas geográficas, sobresalió Asia y Pacífico, con 34.300 millones de dólares y un papel destacado de las entidades financieras. En Europa, con 26.500 millones de dólares, tuvieron mayor importancia los emisores soberanos, especialmente de los nuevos miembros de la UE. Igualmente desempeñaron un papel notable estos emisores soberanos en Iberoamérica, con una colocación neta total en la región de 11.600 millones de dólares. África y Oriente Medio ocuparon la última posición, con 9.600 millones de dólares.

Otra de las características de las emisiones en 2004 ha sido el alargamiento de sus plazos de vencimiento. En los tres primeros trimestres del año la vida media fue de 9 años, cuando en 2003 sólo era de 7,8 años y en 2002 de 7,2. Por regiones fluctuó entre 7,6 años en Asia y Pacífico y 14,7 años en Iberoamérica. Estos plazos fueron aún mayores en el caso de los soberanos, extendiéndose entre los 9,7 años de Asia y Pacífico y los 18,6 años de Iberoamérica.

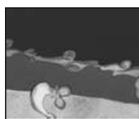
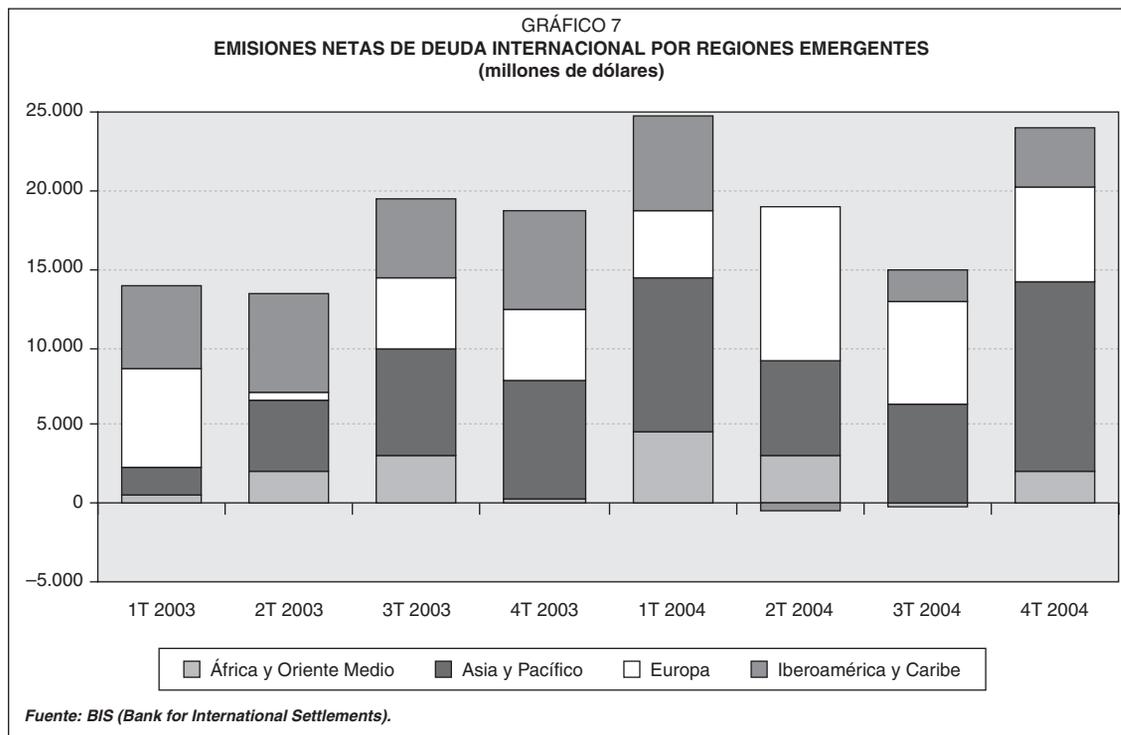
Además, el euro ha ampliado su peso en el mercado, acaparando un 25 por 100 de las emisiones efectuadas en 2004, y se ha producido la generalización de las cláusulas de acción colectiva (7) (CAC).

Por otra parte, el canje de la deuda argentina se puso finalmente en marcha a mediados de enero de 2005 y finalizó a primeros de marzo con unos resultados favorables para el gobierno argentino. Con una tasa de aceptación del 76,15 por 100, admitieron las condiciones de la operación los tenedores de 62.318 millones de dólares, sobre un total de 81.836 millones de dólares en suspensión de pagos (102.600 millones de dólares con intereses). En su lugar se emitirán 35.300 millones de dólares de nuevos bonos, cuya puesta en circulación se halla suspendida en estos momentos (finales de



EN PORTADA

(7) Las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) permiten la reestructuración de deudas sin contar con la unanimidad de los tenedores de las mismas. El porcentaje más habitual en la actualidad en la deuda emergente es el 75 por 100. Aunque su inclusión era normal en algunas jurisdicciones, no se solía emplear en Nueva York. La crisis de la deuda argentina puso en primer plano la necesidad de contar con instrumentos adecuados para gestionar episodios semejantes, con lo que las CAC recibieron un impulso considerable. Su extensión en Nueva York se produce a partir de febrero de 2003, fecha en la que México coloca una emisión que las incluye.



EN PORTADA

abril) como consecuencia de una reclamación de embargo de títulos antiguos presentada en Nueva York.

Conclusiones

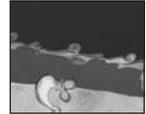
En suma, 2004 ha sido un buen año para la deuda emergente, que prolonga así el buen momento que vive desde finales de 2002. En este período se ha beneficiado de la elevada liquidez existente en los mercados mundiales, la recuperación de la economía mundial y la mejoría de los indicadores macroeconómicos de los países emergentes. En concreto, 2004 se ha caracterizado por una nueva reducción de los diferenciales, el elevado volumen de emisión y el alargamiento de la duración de las colocaciones. Sin embargo, esta bonanza podría estar llegando a su fin. Los inversores han mostrado en los primeros meses de 2005 su cautela. Por un lado, el continuado y progresivo aumento de

las rentabilidades en Estados Unidos está reduciendo el atractivo de esta clase de activos. Por otro, la prevista desaceleración de la economía mundial en 2005 ralentizará el crecimiento en los países emisores. Ambas circunstancias perjudicarán a la deuda emergente. En contrapartida, ésta cuenta a su favor con la positiva situación de las economías emergentes, que podría limitar el previsible, aunque continuamente demorado en los últimos meses, deterioro del boyante mercado de estos activos.

Bibliografía

- Informes trimestrales del BIS (BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments) (<http://www.bis.org/publ/quarterly.htm>).
- Informe de junio de 2004 (incluye los datos de los mercados de deuda internacional en el primer trimestre de 2004) (http://www.bis.org/publ/r_qt0406.htm).

- Informe de septiembre de 2004 (incluye los datos de los mercados de deuda internacional en el segundo trimestre de 2004) (http://www.bis.org/publ/r_qt0409.htm).
- Informe de diciembre de 2004 (incluye los datos de los mercados de deuda internacional en el tercer trimestre de 2004) (http://www.bis.org/publ/r_qt0412.htm).
- Informe de marzo de 2005 (incluye los datos de los mercados de deuda internacional en el cuarto trimestre de 2004) (http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0503.pdf).
- *Informes semestrales del FMI* sobre la estabilidad financiera mundial (Global Financial Stability Report).
 - Informe de septiembre de 2004 (incluye el análisis del primer semestre de 2004) (<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/index.htm>).
 - Informe de abril de 2005 (incluye el análisis del segundo semestre de 2004) <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2005/01/index.htm>.
- Informes trimestrales de la EMTA (<http://www.emta.org>).



EN PORTADA



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en

INTERNET



www.revistasICE.com